

## Les politiques monétaires après la crise Première partie - Remettre l'accent sur le moyen terme

Près de dix ans après la crise financière de 2008-2009, les politiques monétaires des pays avancés demeurent fortement influencées par cet événement. Les banques centrales semblent être restées en mode de gestion de crise. Des conséquences négatives de ces nouvelles façons de faire commencent toutefois à être plus apparentes. Dans cette première partie, nous discuterons principalement du fait que les banques centrales semblent maintenant baser leurs décisions sur des facteurs de court terme, ce qui est contradictoire avec leur désir de signaler longtemps à l'avance leurs décisions. Pour maintenir leur crédibilité et sortir du cycle d'assouplissement continu des politiques monétaires, les banques centrales devraient recommencer à travailler sur un horizon de moyen terme et s'assurer d'adopter des politiques monétaires appropriées à la situation économique.

### UNE NOUVELLE NORMALE QUI RESTE À DÉFINIR

Nous avons beaucoup écrit au cours des dernières années sur les importants changements qui ont touché les politiques monétaires des pays avancés<sup>1</sup>. Face à une des pires crises financières de l'histoire et à une reprise décevante, les banques centrales ont fait preuve de beaucoup d'audace, entre autres, en procédant à des achats massifs d'actifs financiers et en descendant leurs taux directeurs à des creux historiques, voire en territoire négatif. Le fait que du financement monétaire<sup>2</sup>, le fameux hélicoptère à argent, soit sérieusement envisagé par certains experts montre bien que le régime des banques centrales conservatrices, voire presque ennuyantes, qui prévalait avant la crise de 2008-2009 est bien derrière nous.

Au cours des dernières années, le principal objectif des banques centrales semble avoir été d'éviter une autre crise financière ou une rechute de l'économie qui pourrait mener à une déflation. Elles semblent ainsi être restées en mode de gestion de crise depuis maintenant presque une décennie. Des conséquences négatives de cette nouvelle façon de faire de la politique monétaire commencent toutefois à être de plus en plus apparentes. Plusieurs dirigeants de banques

centrales commencent, entre autres, à se préoccuper des effets de maintenir des taux d'intérêt extrêmement faibles sur une période prolongée, en particulier sur le système financier. Plusieurs pays, dont le Canada, font aussi face à une poussée inquiétante des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages.

### PENDANT LA CRISE DE 2008-2009, IL ÉTAIT NORMAL DE SE CONCENTRER SUR LE COURT TERME

La politique monétaire actuelle et les comportements adoptés par les banquiers centraux découlent directement de la crise financière et de la grande récession. Après la chute de Lehman Brother, la principale préoccupation des banques centrales était de rétablir la confiance des investisseurs pour éviter un véritable effondrement du système financier international. Dans un tel contexte, il était tout à fait normal que les banques centrales concentrent tous leurs efforts sur le court terme et qu'elles soient à l'affût des fluctuations des marchés financiers.

Ces efforts et ceux des gouvernements ont permis de mettre fin à la crise financière en 2009 et l'économie mondiale a pu reprendre son expansion. Une crise financière laisse toutefois des traces et les craintes d'une rechute ont continué de préoccuper les banquiers centraux au cours des dernières années. La crise des dettes souveraines en Europe et ses effets sur le système bancaire ont aussi contribué à garder les banques centrales en mode ultra-interventionniste, dans un contexte où la croissance économique et l'inflation sont demeurées faibles.

<sup>1</sup> Par exemple : Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Les banques centrales ne sont pas complètement à court de munitions », 21 mai 2015, <https://www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150521-f.pdf?resVer=1432211877000>

<sup>2</sup> Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Le principe de l'hélicoptère à argent », 6 octobre 2016, <https://www.desjardins.com/ressources/pdf/pv161006-f.pdf?resVer=1475766928000>

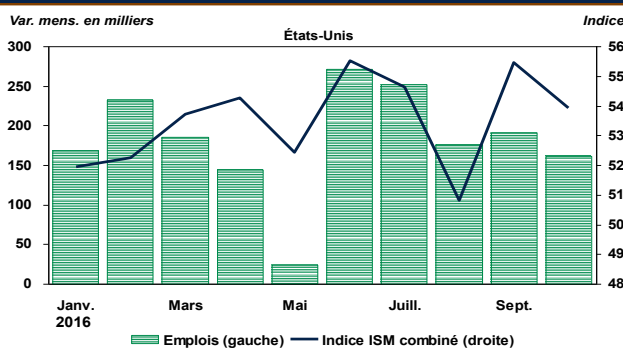
## UNE REMONTÉE DES TAUX DIFFICILE AUX ÉTATS-UNIS

Alors que plusieurs banques centrales des pays avancés continuent d'annoncer des mesures d'assouplissement monétaire, la Réserve fédérale (Fed) est dans une situation différente. Même si la croissance économique américaine est demeurée modeste, l'amélioration du marché du travail s'est poursuivie au point où la Fed juge maintenant approprié de commencer à remonter graduellement ses taux directeurs. Une première hausse de 0,25 % a eu lieu en décembre 2015 et les dirigeants de la Fed signalaient, à ce moment, qu'une hausse supplémentaire de 1,00 % pourrait survenir en 2016.

Les choses ne se sont toutefois pas passées comme prévu cette année et la deuxième hausse des taux directeurs se fait toujours attendre. Une baisse des Bourses en début d'année, un mauvais chiffre sur l'emploi publié au début juin, combiné à l'incertitude entourant la tenue du référendum sur le *Brexit*, et une chute temporaire des indices ISM avant la rencontre de septembre ont à chaque fois convaincu les dirigeants de la Fed de poursuivre un peu plus longtemps *la statu quo*.

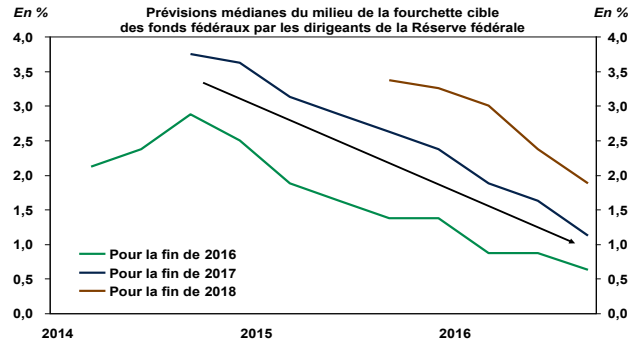
Les événements qui avaient inquiété la Fed se sont toutefois rapidement renversés (graphique 1) et la victoire-surprise du *Brexit* n'a finalement pas eu d'impact majeur sur les marchés financiers et sur les perspectives économiques américaines. En fait, les dirigeants de la Fed n'ont cessé de revoir à la baisse leurs prévisions concernant l'évolution future des taux d'intérêt au cours des dernières années (graphique 2), malgré une performance plus qu'acceptable du marché du travail. Même certains dirigeants de la Fed s'inquiètent de cette situation et James Bullard, président de la Fed de Saint-Louis, déclarait l'été dernier : « The Fed's actual pace of rate increases has been much slower than what was mapped out by the committee in the past. This mismatch between what we are saying and what we are doing is arguably causing distortions in global financial markets, causing unnecessary confusion over future Fed policy, and eroding credibility ».

**Graphique 1** La faiblesse de l'emploi en mai et des indices ISM en août ne représentait finalement que de la volatilité



Sources : Bureau of Labor Statistics, Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

**Graphique 2** Les dirigeants de la Réserve fédérale ne cessent de revoir à la baisse leurs prévisions concernant les taux directeurs



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

## IL EST TEMPS DE RECOMMENCER À SE CONCENTRER SUR LE MOYEN TERME

À notre avis, la principale erreur que font les dirigeants de la Fed est de réagir à toutes les fluctuations des statistiques économiques et des marchés financiers. Une telle attitude est raisonnable en temps de crise, mais elle est contre-productive en périodes plus calmes, surtout que la politique monétaire affecte habituellement l'économie et l'inflation après un délai de plusieurs trimestres. Il est normal que les banques centrales suivent de très près les statistiques économiques, mais ces dernières ne devraient influencer leurs décisions que lorsqu'elles modifient significativement les perspectives économiques à moyen terme. Les données sur la création d'emplois des douze derniers mois devraient ainsi avoir beaucoup plus d'impact sur la prochaine décision de politique monétaire de la Fed que la donnée mensuelle publiée juste avant une rencontre.

Il est encore plus problématique de voir que les fluctuations des marchés financiers semblent maintenant avoir des effets majeurs sur les décisions de politique monétaire. Ceci crée un cercle vicieux alors que les investisseurs réagissent à tout signal des dirigeants de la Fed et que celle-ci réagit aux réactions des investisseurs. De plus, la perception qu'une baisse de la valeur des Bourses entraînera une réaction des banques centrales pour soutenir les marchés crée un énorme risque moral qui pourrait gonfler les prix des actifs financiers. Si on peut concéder que les banques centrales peuvent jouer un certain rôle pour éviter les graves crises financières, la façon de le faire n'est certainement pas en essayant de limiter les fluctuations à court terme des marchés.

## UNE SUGGESTION POUR QUE LA FED REDEVienne CRÉDIBLE ET PRÉVISIBLE

Une leçon claire des dernières années c'est qu'il est tout à fait contre-productif pour la Fed d'essayer à la fois de préparer longtemps à l'avance les marchés avant de relever ses taux directeurs pour, par la suite, laisser influencer ses décisions par des statistiques volatiles publiées quelques jours avant la rencontre. Dans le contexte actuel, l'idée de préparer les marchés financiers avant une hausse nous semble assez bonne. En contrepartie, la Fed devrait toutefois accepter de sacrifier un peu de sa marge de manœuvre à court terme.

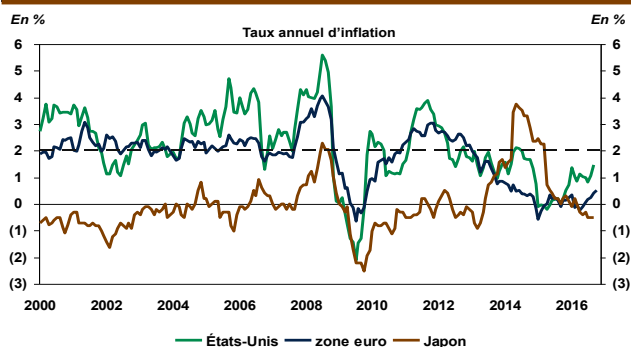
En septembre dernier, la Fed a signalé que les taux directeurs américains pourraient augmenter de 0,25 % d'ici la fin de 2016 et de 0,50 % à 0,75 % au cours des années suivantes. Un tel resserrement monétaire semble tout à fait approprié, mais la Fed devrait maintenant faire comprendre aux marchés qu'il faudrait un changement significatif des perspectives économiques américaines pour qu'elle dévie de cette trajectoire. Elle serait ainsi moins *data dependant* qu'elle ne l'a été au cours des dernières années. Pour bien faire comprendre que le moment exact des hausses de taux a peu d'importance, elle pourrait même décider que, jusqu'à nouvel ordre, les taux directeurs ne seront modifiés que lors des réunions de décembre, de mars, de juin et de septembre, comme l'a récemment suggéré un ancien président de la Fed de Minneapolis<sup>3</sup>.

Par la suite, le plus important serait de monter les taux directeurs de façon régulière au cours des prochains trimestres, et ce, même si une mauvaise donnée est publiée ou si les marchés connaissent des périodes un peu plus difficiles. Une telle façon de faire serait un pas majeur vers une politique monétaire crédible et prévisible qui permettrait aux investisseurs de concentrer leurs attentions sur autre chose. En cas d'une détérioration modérée des perspectives concernant l'économie ou l'inflation à l'approche d'une rencontre où un relèvement de taux a été signalé, la meilleure stratégie serait de procéder tout de même à la hausse, mais de signaler un relèvement encore plus lent des taux par la suite. Bien sûr, si un choc majeur survenait, la Fed pourrait rapidement ajuster sa politique monétaire en se justifiant par une modification des perspectives économiques américaines.

## SE CONCENTRER SUR LE NIVEAU DES TAUX DIRECTEURS PLUTÔT QUE SUR LEUR MOUVEMENT

La Fed ne serait pas la seule banque centrale qui gagnerait à remettre son accent sur le moyen terme. Dans les autres pays, où la reprise économique est souvent moins avancée et plus fragile qu'aux États-Unis, la question que semblent se poser les banques centrales à chacune de leur rencontre est : **est-ce le temps d'assouplir davantage notre politique monétaire?** Comme l'inflation dans la plupart des pays demeure en dessous du niveau ciblé par les banques centrales (graphique 3), la réponse est souvent oui. Alors que chaque action d'une banque centrale tend à exercer des pressions haussières sur les devises des autres pays, il en résulte un cercle vicieux d'assouplissement continu des politiques monétaires. C'est ce qui a mené à des taux négatifs et à des achats toujours plus importants de titres financiers dans plusieurs pays.

Graphique 3 Le maintien d'une faible inflation préoccupe les banques centrales



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Cette façon d'ajuster toujours la politique monétaire à la marge n'est toutefois pas souhaitable à notre avis. La question que devrait se poser les banques centrales lors de leur rencontre devrait plutôt être : **est-ce que le niveau actuel des taux directeurs et des autres interventions de politiques monétaires demeure approprié aux perspectives concernant l'économie et l'inflation?** Cette question reconnaît que c'est le niveau des taux directeurs qui influence l'économie à moyen terme et non leurs variations. Les mouvements à court terme des taux directeurs ont plutôt des effets sur les marchés financiers, ce qui ne devrait pas être la principale préoccupation des banques centrales.

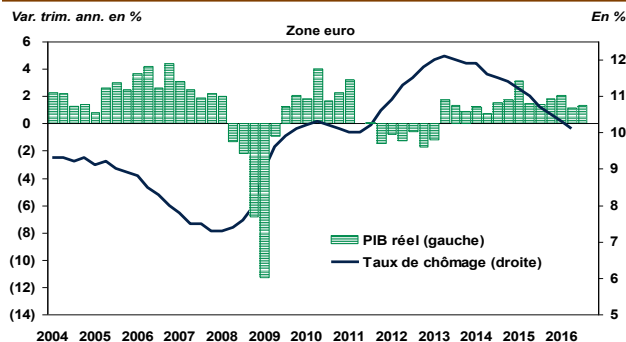
<sup>3</sup> Narayana Kocherlakota, Bring the Fed's Dead Meetings to Life, Bloomberg View, 12 octobre 2016.

## UNE DICHOTOMIE MARQUÉE ENTRE LES POLITIQUES MONÉTAIRES ET L'ÉCONOMIE

L'ajustement continu à la marge des politiques monétaires nous a menés à une situation où l'on observe des politiques monétaires toujours de plus en plus extrêmes malgré un environnement économique et financier plus acceptable. L'écart entre la production et son plein potentiel ayant cessé de se creuser, c'est essentiellement la faiblesse de l'inflation qui explique cette dichotomie.

L'exemple de la Banque centrale européenne (BCE) est frappant à cet égard. La crise des dettes souveraines en Europe et une reprise économique particulièrement difficile marquée par une deuxième récession à partir de la fin de 2011 pouvaient bien justifier que la BCE assouplisse davantage sa politique monétaire dans les années suivant la crise. Les marchés financiers semblent toutefois plus solides aujourd'hui et l'économie eurolandaise a renoué avec la croissance depuis maintenant 14 trimestres (graphique 4). L'inflation demeurant trop faible, la BCE se sent toutefois obligée d'en faire plus et tout indique qu'elle annoncera bientôt un prolongement de son programme d'achat d'obligations.

**Graphique 4 La situation économique de la zone euro est plus favorable aujourd'hui qu'en 2009 et qu'en 2012**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

## COMMENT RÉAGIR À UNE INFLATION LONGTEMPS EN DESSOUS DE LA CIBLE?

Un des problèmes de la BCE et de plusieurs autres banques centrales est que la politique monétaire semble avoir moins d'impact sur l'économie et sur l'inflation que ce qui était estimé précédemment. Le monde a beaucoup évolué à la suite de la crise financière et d'importants changements structurels, dont le vieillissement démographique, rendent l'avenir incertain. Les modèles macro-économiques sur lesquels les banques centrales basaient leur décision avant la crise semblent moins performants<sup>4</sup>, ce qui force les

autorités monétaires à agir pratiquement à tâtons. Dans ce contexte, les banquiers centraux devraient accepter qu'il puisse survenir des situations où l'inflation demeurera un certain temps à une distance inconfortable du niveau ciblé. Le fait que les assouplissements monétaires semblent moins efficaces pour faire remonter l'inflation ne devrait pas être une raison d'utiliser davantage ces outils, qui ont aussi des conséquences négatives.

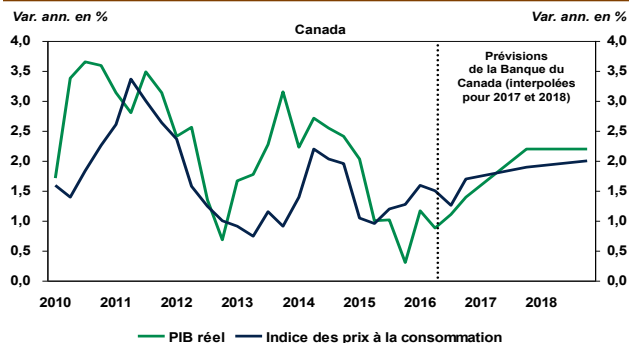
Pour maintenir leur crédibilité et éviter une baisse des anticipations d'inflation, les banques centrales devraient continuer d'affirmer leur détermination à ramener l'inflation à moyen terme près du niveau ciblé. Elles devraient toutefois clairement véhiculer le message que le maintien de taux directeurs très faibles représente déjà un geste majeur posé en ce sens. Les dernières années ont fait oublier qu'en situation normale, le taux directeur devrait être aux alentours du taux neutre, soit le taux qui permet à l'inflation de rester à la cible lorsque l'économie évolue à son plein potentiel. Pour différente raison, en particulier les facteurs démographiques, ce taux a diminué au cours des dernières années, mais il demeure bien au-dessus de zéro, par exemple aux environs de 3,25 % au Canada.

Le maintien pendant plusieurs trimestres de taux directeurs significativement en dessous du taux neutre nous semblerait ainsi une politique monétaire tout à fait appropriée à une situation de perspectives d'inflation trop faibles, comme en zone euro. Un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire ne serait justifié que si les perspectives d'inflation se dégradaient de façon supplémentaire. À l'inverse, une diminution des risques de déflation devrait se traduire par une remontée des taux directeurs, ce qui redonnerait une marge de manœuvre aux banques centrales pour réagir en cas de nouvelle dégradation des perspectives. Si les banques centrales avaient adopté une telle façon de faire, la situation serait bien différente aujourd'hui.

## LA BANQUE DU CANADA DEVRAIT AUSSI METTRE L'ACCENT SUR LE NIVEAU DE SES INTERVENTIONS

Les deux baisses des taux directeurs annoncées par la Banque du Canada (BdC) en 2015 pouvaient se justifier par le désir d'aider l'économie canadienne à s'ajuster à la suite de la chute spectaculaire des prix du pétrole. Maintenant que le pire de ce choc est derrière nous et que les risques de récession et de déflation ont diminué, la logique serait de commencer à renverser ses baisses de taux préventives. Les perspectives de la BdC, qui laissent entrevoir une croissance au-dessus du rythme potentiel et une inflation évoluant tout

<sup>4</sup> Par exemple : Stephen S. Poloz, Intégrer l'incertitude dans l'élaboration de la politique monétaire - La perspective d'un praticien, Document d'analyse, Banque du Canada, octobre 2014.


**Graphique 5 Les prévisions de la Banque du Canada dressent un portrait assez encourageant**


Sources : Datastream, Desjardins, Études économiques

près de la cible de 2 % (graphique 5), justifieraient même, en théorie, de ramener graduellement les taux directeurs près de leur niveau neutre. La BdC envisage plutôt d'assouplir davantage sa politique monétaire, pour ramener les taux directeurs au même niveau que durant la crise financière. Cela montre bien qu'elle est aussi tombée dans le piège de faire une politique monétaire à la marge, entre autres, pour influencer le dollar canadien. Elle ferait bien de prendre un peu de recul pour se demander si le niveau de ses interventions est approprié aux perspectives économiques à moyen terme de l'économie canadienne.

**Mathieu D'Anjou, CFA**  
 Économiste principal